LYON PLACE FINANCIERE & TERTIAIRE

# le point sur...

L'Association des professionnels de la finance au service des entreprises d'Auvergne-Rhône-Alpes

# 9 IDÉES EN TÊTE

pour

## BIEN RÉUSSIR SON LBO

Le Bon Outil

Mars 2019

# SOMMAIRE


Edito 3

Introduction : panorama des LBO 4

IDÉE EN TÊTE N°1 :
Le LBO, pour accompagner la stratégie entrepreneuriale 10

IDÉE EN TÊTE N°2 :
Le « FBO », outil de transmission familial intergénérationnel 12

IDÉE EN TÊTE N°3 :
La phase de préparation, une étape fondamentale 14

IDÉE EN TÊTE N°4 :
Quelques repères sur la valorisation de l'entreprise 16

IDÉE EN TÊTE N°5 :
Comment choisir son investisseur ? 18

IDÉE EN TÊTE N°6 :
Quel type de gouvernance ? 20

IDÉE EN TÊTE N°7 :
Bien calibrer son montage 22

IDÉE EN TÊTE N°8 :
Comment associer le management ? 24

IDÉE EN TÊTE N°9 :
Vivre avec un LBO : interview d'E. Thord, Groupe ST 26

GLOSSAIRE 28

LPFT 30

ÉDITO

# Dirigeants d'entreprise, avez-vous pensé au LBO ?

Notre belle région se caractérise par un grand nombre d'entreprises souvent trop petites pour être compétitives au plan international.

Elle connaît aussi, bien évidemment, des questions récurrentes de Transmission.

Nous l'avons vu dans notre opuscule « 9 idées reçues pour ne pas ouvrir son capital », l'ouverture du capital, par exemple à travers le LBO, peut être un moyen de gérer votre stratégie de croissance ou d'anticiper une transmission.

Identifier les bonnes pratiques pour accompagner votre LBO, tel est l'objectif de ce petit guide. Il puise ses sources dans une conférence qui s'est tenue en 2018 à l'initiative de Lyon Place Financière et Tertiaire.

Nous nous interrogions à ce moment-là pour savoir si, compte tenu de l'appétit des investisseurs (dits « stratégiques » ou fonds), les valorisations avaient atteint leurs limites.

Quelques mois plus tard, la question pourrait encore être posée. Et surtout, la pertinence des réponses de nos intervenants est bien au rendez-vous ! Anticipation, niveaux de valorisations, montages financiers, gouvernance… les clés sont les mêmes.

Nous vous invitons à découvrir les bonnes pratiques, telles que recensées et analysées par les professionnels dont c'est le cœur de métier.

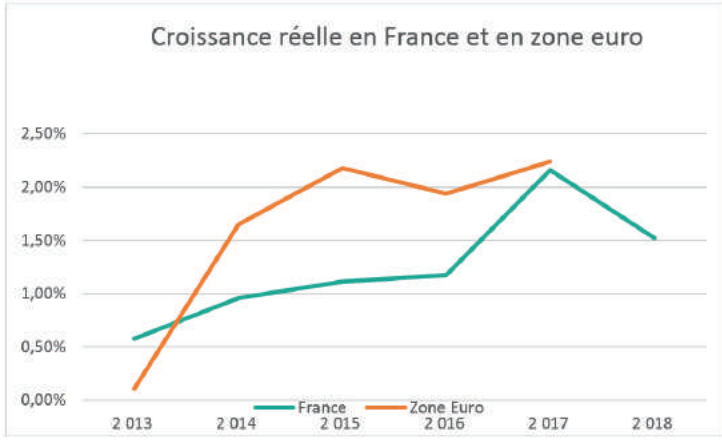
Elles sont volontairement ramassées, synthétiques, pour faciliter l'appropriation de ces 9 idées en tête. Je remercie tous les contributeurs et particulièrement Bertrand MANET qui a coordonné ces travaux.

Notre conseil sera, bien sûr, de bien vous faire accompagner pour créer les pleines conditions de la réussite.

**Jean-Pierre LAC,**
**Président de Lyon Place Financière et Tertiaire**

## UN CONTEXTE ÉCONOMIQUE QUI SE DÉGRADE

Le graphique suivant nous rappelle qu'après une certaine embellie en 2017, la situation devient plus incertaine :



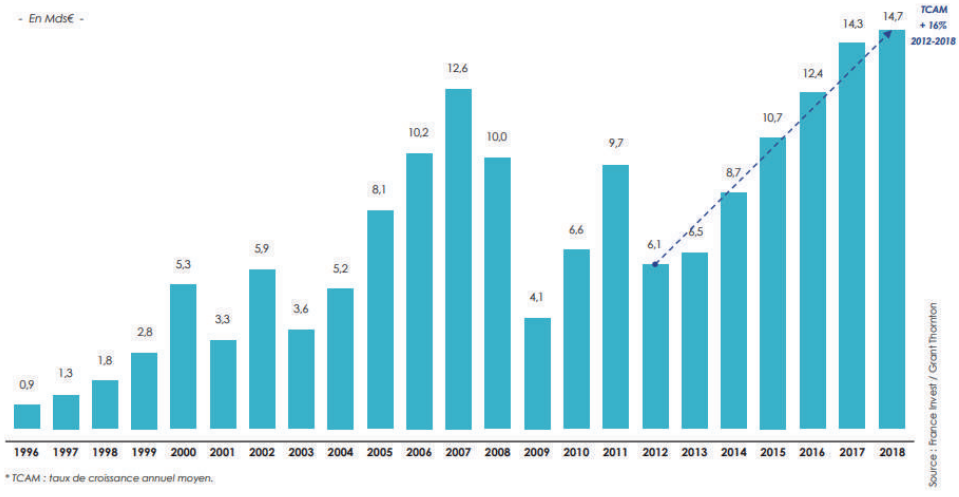

*Source : Eurostat*

Après une croissance de 2,24 % en 2017, le PIB français n'a connu qu'une modeste évolution de 1,5 % en 2018. Les perspectives pour 2019 sont du même ordre en dépit de quelques facteurs favorables (CICE, mesures récentes en faveur du pouvoir d'achat). Bien que les chiffres de 2018 ne soient pas totalement arrêtés pour la zone euro, on sait que la croissance s'est également ralentie et que les perspectives 2019 ne sont pas bonnes.

## ACTIVITÉ DU CAPITAL INVESTISSEMENT

De 2009 à 2018, selon les données France Invest, les levées de fonds ont connu un mouvement ascendant assez régulier avec une nette accélération entre 2015 et 2018, année record.

On note un un léger ralentissement de la croissance des montants investis en 2018 mais le niveau reste néanmoins élevé avec 14,7 milliards d'euros levés, ce qui représente un accroissement de 126 % par rapport à 2013.




L'année 2018 s'inscrit ainsi dans la continuité des années précédentes.

## L'ACTIVITÉ DU LBO, UNE MOINDRE PROGRESSION EN 2018

En 2017, le retour de la confiance sur les marchés a favorisé les levées de fonds et a permis une augmentation du nombre ainsi que de la taille des opérations LBO réalisées (8 deals de plus de 1 Md€ contre 3 en 2016), avec un second semestre plus dynamique que la première partie 2017 en termes de transactions.

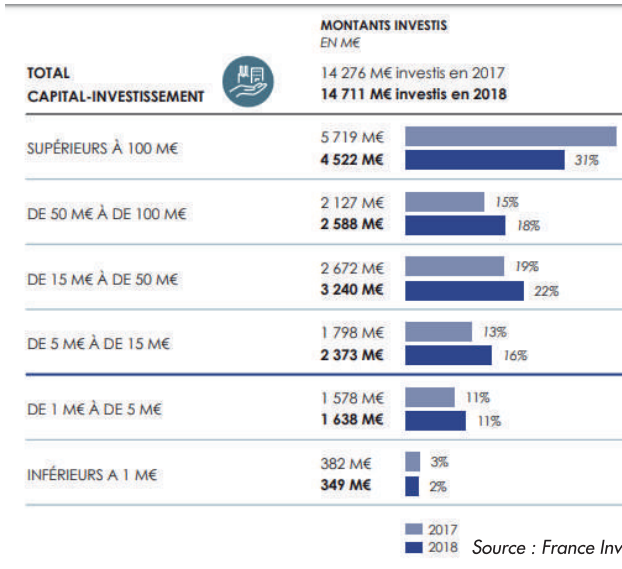
La dynamique du deuxième semestre 2017 s'est confirmée en 2018 en dépit du ralentissement de la croissance des montants investis, comme indiqué précédemment.

Sur la longue période, les montants investis évoluent comme suit :

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | Var. 2017 / 18 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Montants investis** (en M€) | 12 554 | 10 009 | 4 100 | 6 598 | 9 738 | 6 072 | 6 482 | 8 727 | 10 749 | 12 395 | 14 278 | 14 711 | 3% |
| dont capital-innovation | 677 | 758 | 587 | 605 | 597 | 443 | 642 | 626 | 758 | 874 | 1 224 | 1 619 | 32% |
| dont capital-développement | 1 310 | 1 653 | 1 798 | 2 310 | 2 940 | 1 946 | 1 827 | 2 608 | 3 852 | 3 853 | 3 154 | 3 454 | 10% |
| dont capital-transmission / LBO | 10 340 | 7 399 | 1 605 | 3 512 | 6 015 | 3 568 | 3 910 | 5 452 | 6 116 | 7 621 | 9 882 | 9 612 | -3% |
| dont capital-retournement | 84 | 99 | 84 | 90 | 118 | 115 | 103 | 41 | 22 | 47 | 19 | 26 | 38% |

*Source : France Invest*

Le ralentissement de la croissance des montants investis en 2018 est principalement imputable à un retrait les montants investis sur les opérations de tailles significatives (supérieures à 100M€), comme le montre le graphique suivant :



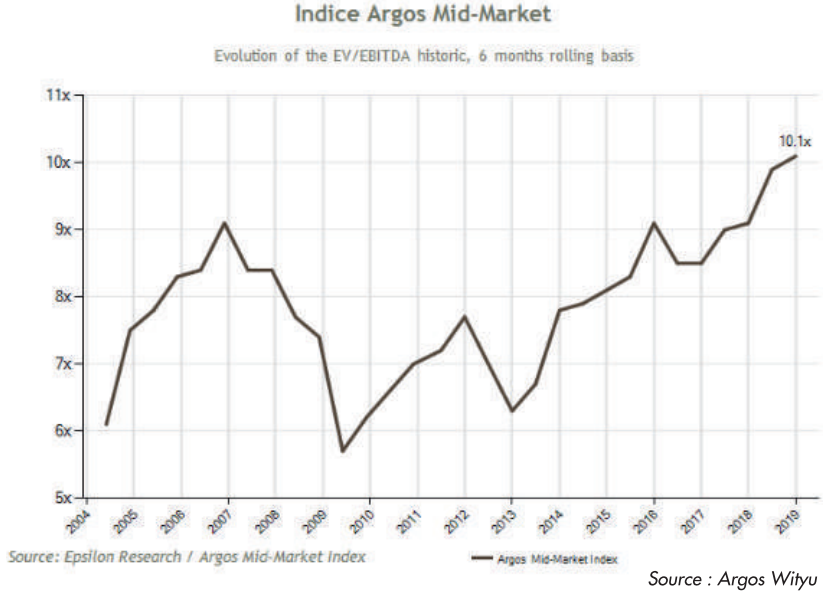

*Source : France Invest*

Toutefois, si l'on en croit les chiffres produits par Capital Finance les Echos, les opérations de grandes tailles n'ont pas été absentes du paysage français en 2018 puisque cette source fait état de 12 deals de plus de 1 Mds€. La divergence entre les deux sources s'explique par le fait que la collecte des données de France Invest ne concerne que les adhérents à cette structure.

Enfin, que ce soit en montants investis ou en nombre d'entreprises, on observe que la région Rhône-Alpes-Auvergne reste la deuxième région pour l'activité de capital investissement avec 12% du total des opérations, on peut supposer qu'il en est également ainsi pour le segment des LBO.

## DES LBO, MAIS À QUELS PRIX !

C'est un euphémisme d'affirmer que, sur les derniers semestres recensés, les prix des transactions sont restés élevés pour ne pas dire très élevés. Le graphique suivant retraçant l'évolution de l'indice Argos-Mid-Market est éclairant sur ce point :




*Source : Argos Wityu*

La croissance des multiples d'EBITDA est impressionnante entre 2017 et 2018 même si un léger infléchissement de la croissance semble se manifester en toute fin de période. Il est remarquable de constater que l'on a une évolution cyclique de 2004 à 2013 à laquelle succède une croissance quasi ininterrompue.

Cette progression est particulièrement tirée par la hausse des prix des transactions comprises entre 150 M€ et 500 M€ qui atteignent un multiple moyen de 10,5x l'EBITDA. La hausse des valorisations est aussi justifiée par l'amélioration notable des fondamentaux opérationnels de certaines entreprises.

La nature de cette croissance forte et régulière ne peut manquer d'interroger l'observateur : s'agit-il d'une tendance soutenue par des facteur réels ou bien assiste-t-on à un phénomène portant un risque sous-jacent de bulle spéculative ? En tout état de cause nous sommes clairement en présence d'un marché dominé par les vendeurs.

## LA PERFORMANCE DES LBO

La performance des LBO est assimilée, dans le cadre des sources disponibles

- soit au TRI des opérations,
- soit à leur création de valeur.

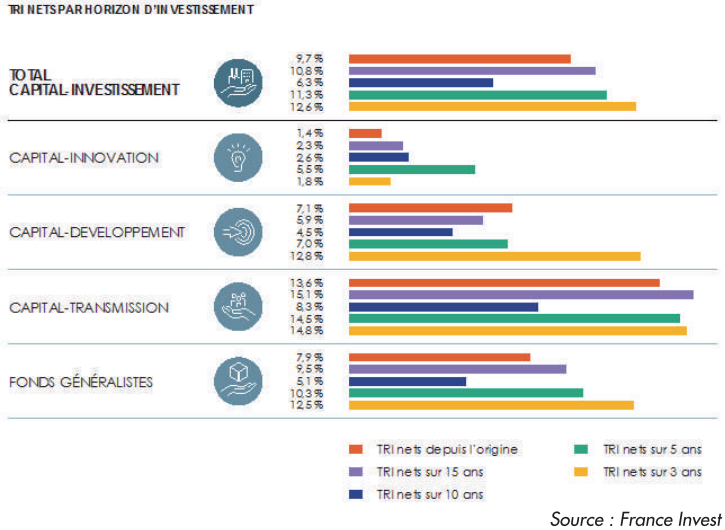
### Appréciation de la performance en termes de TRI

Il y a plusieurs façons de calculer cet indicateur. On peut notamment distinguer les TRI par générations d'investissements ou depuis l'origine. On peut également ne prendre en compte que les fonds clos.

Nous nous référerons uniquement aux données recensées par France Invest.

On doit souligner deux points :

- le capital investissement surclasse largement les autres catégories d'actifs à long terme,
- le segment capital est de loin celui qui est le plus performant comme le montrent les données suivantes :




*Source : France Invest*

Le taux affiché de 13,6 % depuis l'origine traduit une performance remarquable même si ce n'est pas le plus élevé qu'ait connu ce segment lors des 10 dernières années (en moyenne 14 % sur les cinq dernières années précédentes).

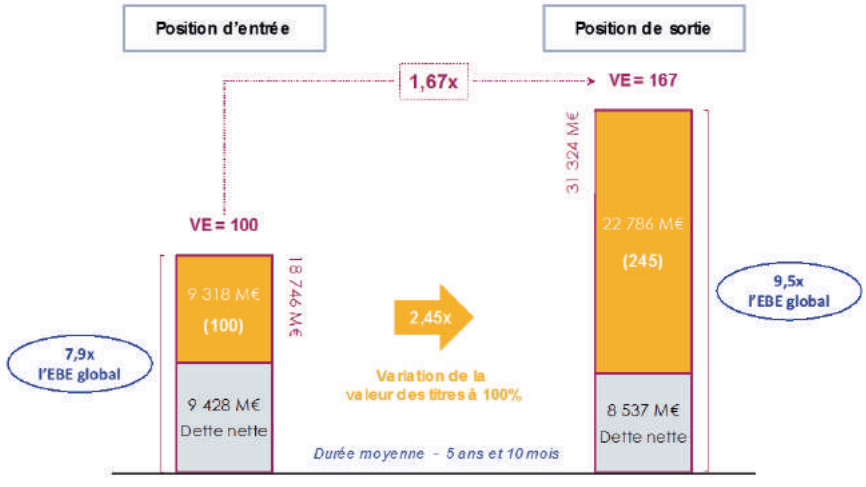
## Appréciation de la performance en termes de création de valeur

Nous précisons ici que l'étude porte sur l'ensemble du capital investissement et non sur le seul capital transmission.

Le terme de création de valeur reçoit de multiples acceptions dans le détail desquelles nous ne rentrerons pas. Dans le cadre des données France Invest, elle est comprise comme la variation de valeur des fonds propres. Cette variation de la valeur des capitaux propres peut provenir :

- de l'amélioration de l'EBE,
- de l'accroissement des multiples,
- de la variation de l'endettement net.

Sur l'échantillon retenu l'analyse de ces différents éléments ressort comme suit :




*Source : France Invest*

Sur une valeur d'entrée base 100, la valeur de sortie ressort à 167. Cet accroissement de la valeur est principalement dû à l'amélioration de l'EBE, puis, plus secondairement, à l'accroissement des multiples. On doit noter que l'amélioration de l'EBE prend principalement sa source dans la croissance organique des entreprises.

Au total, sur les périodes examinées, la performance du capital investissement paraît tout à fait satisfaisante.

## CONCLUSION

Les quelques éléments statistiques mis en évidence précédemment montrent que les opérations LBO ont été bien orientées jusqu'en 2018 quels que soient les critères retenus : levées de fonds, montants investis, performances.

Le marché du LBO apparaît, désormais, mature, ultra-intermédié et gagné de plus en plus par le secondaire (47% de LBO secondaire en 2017).

Les fonds jouent toujours un rôle important dans le marché LBO mais le millésime 2017 a été marqué par le positionnement de nouveaux acteurs :

- des institutionnels qui se placent sur un horizon de placement plus long terme que les fonds de private equity : en 2017, 5 des 13 deals supérieurs à 500 M€ - Omers pour Trescal, PSP avec Partners Group pour Cerba Healthcare ou la Caisse de Dépôt et Placement du Québec pour la reprise d'Alvest à LBO France,
- des acteurs familiaux : Théthys Invest aux côtés de CVC pour le LBO V de Sebia, HLDI avec HLD Europe pour le reprise de Kiloutou.

Les records de levées de fonds encouragent les fonds de private equity à démontrer leur capacité à investir, et ce en dépit de multiples d'entrée élevés, en se concentrant notamment sur des opérations de build-up post investissement.

Jusqu'à maintenant, des taux d'intérêts bas ont clairement favorisé le financement des opérations. Pour le futur, il faut se placer dans un contexte où les perspectives de croissance laissent entrevoir quelques difficultés et une éventuelle remontée des taux, des financements plus difficiles. En tout état de cause, on peut s'attendre à ce que les banques soient plus attentives sur les conditions des montages financiers ce qui peut être de nature à ralentir l'activité sur ce segment du capital investissement.

*Nous remercions Eddy BLOY pour la réalisation de ce panorama.*

IDÉE EN TÊTE N°1

*Le LBO, pour accompagner la stratégie entrepreneuriale*

## COMPRENDRE

### La dimension stratégique est au cœur de tout montage LBO

**• Pour l'entreprise**

Il sera envisagé tout particulièrement lorsque l'entreprise aura à franchir des paliers de croissance qui vont demander des ressources importantes pour :

- Développer l'offre
- Assurer des ruptures technologiques
- S'ouvrir ou se développer à l'international
- Financer des opérations de croissance externe
- …

**• Pour l'actionnaire**

- Parfois, ce recours au LBO est le moyen d'éviter ou différer une reprise par un acteur stratégique du secteur.
- Ce peut être aussi tout simplement la solution ad hoc pour recomposer son capital, s'affranchir d'un minoritaire et envisager une transmission patrimoniale.
- Enfin, le LBO permet de partager l'ambition et le risque avec un investisseur qui apportera aussi son accompagnement sur la validation de la stratégie et sur sa mise en œuvre.
- Dernier facteur essentiel dans la conduite d'un LBO, le management : il devra être associé très en amont du projet, voire au capital. Son engagement sera décisif dans le succès du projet.

**• Pour l'investisseur**

Une bonne cible se caractérise par :

- une solide et forte implication du management,
- une position forte de l'entreprise sur son marché ou un leadership sur une niche,
- un potentiel de croissance de l'entreprise, tant interne qu'externe,
- une pertinence de la stratégie de développement.

## EN PRATIQUE

### Il faut dégager du temps

• En amont du process, pour construire sa stratégie et la transcrire dans un Business Plan.

• Durant la phase de préparation du LBO : recherche d'investisseurs, due diligence… jusqu'au closing.

### Il faut s'entourer

• En interne, d'une équipe qui vous laisse le temps voulu (compter 18 mois avec une montée en puissance les 6 derniers mois ). Attention ! Elle doit être réduite pour permettre la totale confidentialité de cette étape.

• Des conseils qui vous feront gagner du temps et vous permettront d'éviter des erreurs. N'hésitez pas à faire appel à des spécialistes rompus à ces mécanismes (chiffre, droit, M&A…).

### Attention aux vendeurs de rêve :

• La bonne valorisation n'est pas à chercher dans les deals qui ont fait la « une » !

• Les montages raisonnables sont ceux qui conjuguent juste ambition et capacité à surmonter les aleas du BP.

### Bien choisir vos partenaires :

• Le choix de l'investisseur, comme celui du banquier ou du pool bancaire est essentiel.

BERTRAND GHEZ, Directeur Exécutif chez CM-CIC Investissement, témoigne :

LBO à visée patrimoniale

Pour le Chef d'entreprise et son actionnariat, le LBO, à visée patrimoniale, revêt une forme saine à partir du moment où il est inspiré par un sens économique.

Qu'est-ce que le sens économique ?

C'est le respect :

• des équilibres financiers de l'entreprise (leverage modéré et dette financière qui se rembourse),

• des acteurs de l'entreprise : les salariés, les clients et les fournisseurs, le montage ne doit en aucun cas influer sur la nature des relations avec les partenaires de l'entreprise,

• de la stratégie voulue par les dirigeants en étroite liaison avec les investisseurs qui ont fait confiance.

Le LBO à visée patrimoniale ne doit pas être un frein mais un vecteur de progrès pour l'entreprise à savoir :

• l'exigence d'une gestion optimisée du cash permettant de ménager en permanence des sécurités et des marges de manœuvres,

• une relation de confiance dans la durée avec les partenaires bancaires contractualisée avec des garde-fous, des points de rencontre et une anticipation permanente sur les besoins futurs de financement de l'entreprise,

• un outil de transformation incitatif pour s'adapter en permanence aux marchés de l'entreprise. Le LBO doit pousser à la digitalisation pour rendre l'ensemble des échanges, notamment d'information, les plus performants possibles.

De ma longue expérience, et pour être efficace, le LBO à visée patrimoniale doit vérifier ses 2 exigences avant mise en œuvre : sens économique et vecteur de progrès. »

# IDÉE EN TÊTE N°2

*Le FBO, outil de transmission familial intergénérationnel*

2

## COMPRENDRE

**Sur une structure de LBO financier « classique », mais combiné avec des outils juridiques et fiscaux pertinents, le « FBO » (Family Buy-Out ) se révèle être un outil de transmission familial efficace.**

Le FBO constitue la rencontre de deux mondes que, a priori, tout oppose (d'une part, les techniques juridiques, fiscales et financières, et d'autre part, l'intimité familiale), mais qui bien ordonnés, font plutôt bon ménage, sous réserve de bien cerner les enjeux et objectifs de chacune des parties prenantes :

• Sécuriser la famille dans le contrôle actionnarial et/ou managérial de l'entreprise familiale :

• Assurer aux actionnaires familiaux actuels une liquidité immédiate (à l'occasion du LBO) et/ou à terme à l'occasion de cession de blocs à échéances programmées auprès de membres de la famille (génération suivante ou de la société pour servir d'outils de rémunération du management, dans le cadre par exemple d'un plan d'attribution gratuite d'actions – AGA) ;

• Optimiser le coût de transmission par le biais de :

- Techniques juridiques : donations, donations avec charges, donations avant cession…

- Techniques fiscales : notamment conclusion avec tout ou partie du/des groupes familiaux d'un « Pacte Dutreil », qui en contrepartie de l'engagement de conservation de tout ou partie (depuis le 1er janvier 2019, au moins 17% des droits financiers et 34% des droits de vote) des titres de la société familiale au sein des parties au pacte (engagement collectif pendant 2 ans au moins, suivi d'un engagement individuel de 6 ans) permet notamment de calculer les droits de mutation à titre gratuit (droits de donation) sur une base d'évaluation de l'entreprise abattue de 75%.

Le pacte d'actionnaires de la société sous FBO devra, au-delà des aspects usuels des pactes d'actionnaires des sociétés sous LBO, veiller également à l'équilibre et la concorde familiale, d'où sa qualification parfois utilisée de « pacte de famille ».

Pour assurer sa réussite, le LBO doit rechercher le meilleur alignement entre les intérêts des différents acteurs du LBO : l'entreprise, l'actionnaire, le management et l'investisseur.

## EN PRATIQUE

**Avant de parler finance, droit, fiscalité, il est primordial de réfléchir au projet et aux objectifs**

• Privilégier les solutions pragmatiques et conformes au projet, plutôt que la recherche systématique d'une efficience fiscale ou un gain financier à court terme ;

• Sélectionner un investisseur en fonction de l'adaptation de sa philosophie d'investissement au projet de l'entreprise, plutôt que le mieux disant à l'entrée ;

IDÉE EN TÊTE N°2

CHARLES-YVES RIVIÈRE, Associé chez Akilys Avocats, témoigne :

« L'expérience montre que la réussite d'un LBO « classique » repose essentiellement sur l'alignement des enjeux de l'entreprise, des actionnaires opérationnels et financiers et du management.

Le FBO présente cette caractéristique particulière qu'il introduit dans la sphère économique la dimension familiale. Cette spécificité rend encore plus prégnante la nécessité de cartographier en amont les enjeux ; cette spécificité doit être présente dans le choix de son partenaire financier, au cours de la réalisation de l'opération et la rédaction du pacte d'actionnaires, bien souvent complété par un pacte de famille.

Le FBO nécessite une approche holistique de l'opération, qui ne se limite pas à de la technique juridique et financière, mais qui sublime les aspects intimes et familiaux de l'aventure entrepreneuriale. »

IDÉE EN TÊTE N°3

*La phase de préparation, une étape fondamentale*

3

**COMPRENDRE**

### La préparation côté entreprises :

Pour rendre le processus de vente plus fluide, anticiper les difficultés et aborder de façon favorable les négociations, il est important de préparer la cession d'une entreprise bien avant les premiers contacts avec des investisseurs potentiels.

Les travaux à réaliser en amont de l'opération sont à géométrie variable. Il s'agit de se préparer à répondre aux questions qui seront posées par les investisseurs et leurs conseils. Par exemple :

- Etre en mesure de donner des informations analytiques par lignes de produit, clients, marchés… (et donc mettre en place les outils de reporting qui permettent d'accéder à cette information),
- Expliquer l'évolution de la performance opérationnelle depuis plusieurs années,
- En cas de cession d'une branche d'activité (carve-out), préparer le détourage et donner des éléments d'analyse opérationnelle et financière propre à cette branche,
- Proposer une stratégie et un business plan pour le périmètre cédé,
- Inventorier les risques opérationnels, fiscaux, juridiques, sociaux et préparer un argumentaire expliquant comment ces derniers sont maitrisés,
- Si la confidentialité de l'opération le permet, préparer le management à la phase de due diligence (revue des risques, analyse de l'activité, répétition de présentations…)
- …

### La préparation côté investisseurs :

Côté investisseur, la réussite d'une opération d'acquisition passe aussi par une phase importante de préparation en amont. On peut citer quelques passages obligés :

- Cibler les secteurs /activités recherchés. Ce travail de ciblage peut être relativement large pour des fonds d'investissement ou très précis pour des groupes industriels à la recherche de croissances externes sur des zones, clients ou produits complémentaires,
- Réaliser des pré-due diligence stratégiques pour valider le caractère approprié de l'investissement,
- Evaluer les synergies d'intégration,
- Réfléchir à un projet / stratégie post-acquisition,
- Mettre en place une première évaluation de la société cible,
- Prendre des contacts avec la cible le plus en amont possible, tisser des liens avec le management et les actionnaires,
- Préparer un discours de « séduction » sur le nouveau projet,
- Choisir ses conseils en fonction de leurs compétences techniques (stratégie, finance, fiscalité…) mais aussi sectorielles et les initier le plus tôt possible à l'opération en cours,
- Réfléchir à l'opportunité de proposer une opération « préemptive » avec potentiellement un prix un peu plus élevé, mais la quasi-certitude de mener l'opération à son terme,
- …

**EN PRATIQUE**

• La réalisation d'une VDD (Vendor Due Diligence) est un exercice qui permet au vendeur de se préparer au processus de la transaction. Elle permet de « balayer » tous les points importants (performance historique, carve out, risques, stratégie, business plan…) et de ne pas être pris au dépourvu dans le feu de la négociation.

• La VDD rassure aussi l'investisseur, qui obtient un rapport préparé par un cabinet qui engage sa responsabilité sur les informations communiquées.

• …

MARC-ANDRÉ AUDISIO, Associé chez EY témoigne :

« Nous vivons une période très propice aux vendeurs, avec des abondances de liquidités, de nombreux acquéreurs industriels et financiers et des valorisations très favorables. Dans le rapport de force avec les investisseurs, le délai laissé par les vendeurs pour structurer leurs offres est de plus en plus cours.

Le gagnant n'est pas toujours le mieux disant. C'est souvent celui qui est capable de mener le processus dans un temps record, en sachant anticiper tous les écueils en se préparant avec ses conseils très en amont de la transaction. »

# IDÉE EN TÊTE N°4

*Quelques repères sur la valorisation de l'entreprise*

4

## COMPRENDRE

### Prudence sur les valorisations..., ou le mirage des comparables non comparables

Les niveaux de valorisation ont atteint des sommets, avec des multiples d'EBITDA moyens qui frisent les 10X l'EBITDA dans le non coté. Il faut être très prudent dans l'analyse des comparables, car les valorisations élevées concernent généralement des transactions importantes ou des "pépites", les valorisations intégrant différents éléments très spécifiques, comme des perspectives de développement, ou des primes de taille qui n'ont jamais été aussi significatives.

Les niveaux de valorisation élevés qui résultent des études publiées par les bases de données sur les transactions peuvent ainsi fausser la vision du marché, en donnant à des dirigeants souhaitant céder leur société des illusions sur des références non comparables à leur situation.

Un niveau excessif de valorisation peut mettre en difficulté une entreprise pourtant rentable, surtout si une holding de reprise a financé l'acquisition majoritairement par endettement : les dividendes remontant de la société acquise ne sont pas suffisants pour permettre le remboursement de l'emprunt.

## EN PRATIQUE

• Les prix des transactions reposent essentiellement sur une logique de prix (méthodes analogiques). La méthode des multiples a l'avantage de donner une expression « simple » dans les négociations sur la construction de la valeur,

• Le BP généralement établi ne donne pas systématiquement lieu à la mise en œuvre par les parties d'une valorisation par les cash-flows prévisionnels (DCF). On peut l'utiliser côté acquéreur pour déterminer un multiple induit, et pour déterminer la capacité de remboursement (le montage de financement de l'opération est-il supportable ?),

• Les valeurs intrinsèques lorsqu'elles sont déterminées sont généralement inférieures au prix, du fait d'éléments plus ou moins rationnels : synergies attendues par l'acquéreur, coup de cœur du PDG de l'acquéreur, contexte de build-up de l'acquéreur, ou de création de valeur au regard de la manière dont l'acquéreur est lui-même valorisé.

• Les primes de taille intégrées dans les transactions n'ont jamais été aussi élevées. Nous constatons que les décotes de taille appliquées pour les évalulations de PME sont souvent sous-évaluées,

• Au-delà du prix lui-même, il faut être très attentif à l'analyse des perspectives de création de valeur. Ainsi :

- **un acquéreur industriel** ne fait pas « une mauvaise affaire » tant qu'il rachète une entreprise à un multiple inférieur au multiple de valorisation qui lui est appliqué,

- **un acquéreur industriel** peut intégrer une prime stratégique (part de marché, synergies significatives identifiées, diversification stratégique...),

- **un investisseur financier** aura souvent tendance à construire le prix d'acquisition à partir d'un prix de sortie déterminé selon l'horizon de sortie estimé, et de son TRI cible.

• Le rapport de force est de plus en plus en faveur du **cédant**, pour les cibles de qualité dites « pépites », le prix étant souvent « imposé » par le cédant,

• L'écart type sur les multiples de transaction constatés est de plus en plus élevé : les multiples ont très fortement progressé pour les « pépites », en revanche, ils sont restés assez stables pour les autres profils d'entreprise,

• Les principaux agrégats utilisés en évaluation (EBITDA, endettement net...) n'étant pas normés, et pouvant être très différents selon les référentiels comptables (français, IFRS...), il existe de plus en plus de discussions / litiges sur leur mode de calcul,

• L'endettement net est de plus en plus déterminé en tant que moyenne, et non plus en tant que montant à la date de closing, compte tenu de la « volatilité » liée à des motifs structurels ou conjoncturels (saisonnalité...) ou « pilotée ».

## CHRISTOPHE VELUT, Président de l'A3E et Directeur Général de Orfis témoigne :

En préliminaire de mon témoignage, il est important de rappeler une distinction qui est chère à l'association A3E que j'ai l'honneur de présider : la distinction entre prix et valeur.

- Le prix qui résulte du marché, non lié nécessairement aux fondamentaux de l'entreprise, intégrant des données plus ou moins spéculatives / volatiles liées à la situation du marché et à l'appétence des acquéreurs.

- La valeur intrinsèque qui résulte d'une démarche construite d'évaluation de l'entreprise « stand alone » telle que résultant de la bonne pratique des évaluateurs.

En tant qu'évaluateurs, nous constatons que le niveau des valorisations est effectivement très élevé du fait de la conjonction, pour les « pépites » présentant des performances élevées, d'anticipations de croissance, de multiples élevés, et de rapports de force en faveur du cédant. Rappelons que, en cas de ralentissement économique, c'est le phénomène, très naturel, inverse qui se produit.

Au-delà des formules de valorisation, la valeur d'une entreprise repose sur la capacité de l'équipe dirigeante de la cible à porter la stratégie, et sa faculté à mettre en œuvre une stratégie créatrice de valeur (développement de l'avantage concurrentiel). »

# N°5 IDÉE EN TÊTE

*Comment choisir son investisseur ?*

5

## COMPRENDRE

L'univers du Private Equity est composé de nombreux acteurs qui investissent dans les entreprises avec des objectifs différents selon l'origine de leurs fonds.

Dans le domaine du LBO, on peut les classer en trois grandes catégories :

- **Les Family Office (FO)** qui sont l'émanation de personnes physiques ou de familles qui ont réalisé tout ou partie de leur patrimoine professionnel et qui le réinvestissent en partie dans des entreprises non côtées. Les Family Office ont la particularité d'investir sans contrainte d'horizon de liquidité, même si l'objectif est de réaliser des plus-values ; ils peuvent recourir à l'endettement sans pour autant que cela soit une nécessité. A titre d'exemple, citons des FO tels qu'Aquasourça, Evolem ou encore Orfite ;

- **Les Fonds étatiques ou d'origine bancaire** généralement adossés à un bilan de banque et qui accompagnent les entreprises sans contrainte absolue de liquidité. Ceux-ci interviennent en minoritaire ou en majoritaire et tendent à privilégier le financement du développement de l'entreprise par des interventions en « cash in » plutôt qu'en « cash out » ; à ce titre, ils ont tendance à limiter l'endettement. A titre d'exemple, citons des Fonds tels que CM-CIC Investissement, BNP Développement ou encore BPI ;

- **Les Fonds Institutionnels** qui déploient des ressources levées auprès de souscripteurs français ou étrangers tels que les compagnies d'assurance, les fonds de pension ou encore la CDC et qui sont contraints sur une période généralement de 10 ans de restituer les dits fonds à leurs souscripteurs avec des rendements minimum. Ces fonds interviennent généralement plutôt en majoritaire et imposent une liquidité de leur participation sur une période de 4 à 5 ans ; ils recourent systématiquement à de l'endettement pour augmenter la performance financière de leur investissement. A titre d'exemple, citons des Fonds tels que Siparex, Naxicap ou encore MBO Partenaires ;

Il est entendu que le choix d'un investisseur par un chef d'entreprise devra tenir compte des spécificités de ceux-ci afin de répondre au mieux à sa stratégie patrimoniale et professionnelle.

## EN PRATIQUE

Le choix de l'investisseur par le chef d'entreprise va reposer sur plusieurs critères sans pour autant que ceux-ci soient exhaustifs :

- **l'affectio societatis**, c'est-à-dire une volonté de travailler ensemble sur un projet d'entreprise partagé par les parties. L'entrée d'un investisseur au capital d'une entreprise ne peut pas se résumer à une seule opération financière, elle doit d'abord et avant tout consacrer l'arrivée d'un associé qui sera partie prenante dans l'ensemble des décisions de l'entreprise ;

- **L'adéquation entre les attentes de l'entrepreneur et celles du Fonds.** Pour respecter ce critère, l'entrepreneur doit clairement définir son projet d'entreprise et en fonction de celui-ci identifier les investisseurs qui répondront au mieux à l'atteinte de ses objectifs ; est-ce un investisseur plutôt minoritaire ou majoritaire ?, doit-il avoir une expertise sectorielle ?, a-t-il la capacité à accompagner l'entreprise sur des opérations de croissance externe ?, est-il implanté à l'international ?…

- **L'alignement des intérêts financiers**, c'est-à-dire accepter à priori la liquidité et la performance financière de l'investisseur à un terme calendaire à définir dès l'entrée de celui-ci au capital (pacte d'actionnaires). Les attentes en terme de création de valeur pour l'investisseur seront d'autant plus importantes que la valorisation d'entrée sera élevée ;

- **L'acceptation du risque**, c'est-à-dire anticiper pour un investisseur un risque d'illiquidité ou de défaillance de l'entreprise. L'investissement en fonds propres ne fait l'objet d'aucune garantie et il convient de s'assurer que l'investisseur dans une situation de difficultés conjoncturelles ou structurelles sera un allié capable de soutenir l'entrepreneur et l'aider à trouver des solutions pérennes ;

En résumé, une opération en capital est une opération complexe qui recouvre des critères à la fois objectifs et subjectifs.

Pour réussir une telle opération, il convient de la préparer en amont et de ne pas hésiter à se faire entourer par des conseils avertis qui permettront à l'entrepreneur de choisir l'investisseur le mieux adapté à son projet personnel et professionnel.

**BERTRAND MANET,** Associé Gérant chez Degroof Petercam Investment Banking, témoigne :

Le monde des acteurs du Private Equity en France s'est beaucoup développé ces dernières années en nombre d'intervenants sur l'ensemble des segments d'entreprises (small, mid et large cap).

Cette forte concurrence les conduit à se différencier et dans ce contexte, il n'est pas rare de les voir proposer des services qui vont au-delà de l'investissement en capital dans le cadre de leur association avec les dirigeants actionnaires.

Ces services peuvent s'exprimer au travers d'un accompagnement spécifique avec des équipes internes au fonds d'investissement sur des thématiques telles que les build-up, la digitalisation du business, le recrutement, la mise en place de club de dirigeants ou encore l'accompagnement stratégique.

Aussi, dans les critères de choix de l'investisseur, cette dimension devra être appréhendée par le chef d'entreprise en fonction de ses attentes spécifiques dans le cadre du partenariat futur avec le fonds d'investissement retenu. »

IDÉE EN TÊTE N°6

*Quel type de gouvernance ?*

6

## COMPRENDRE

### La forme :

La gouvernance, formalisée dans les statuts de l'entreprise et le pacte d'actionnaires, concerne l'ensemble des outils régissant les relations entre les actionnaires financiers et l'équipe de direction. Loin d'être un corpus de règles juridiques désincarnées, elle fixe les « règles du vivre ensemble » des associés, d'abord et avant tout orientées vers la réussite du projet d'entreprise, dénominateur commun des actionnaires et décliné par le Management en plans d'actions conformes au Business Plan et régulièrement suivi grâce à un reporting structuré.

### Le fond :

L'émergence d'une gouvernance efficace nécessite des associés qu'ils s'attachent à bâtir des relations placées sous le signe d'une triple exigence : transparence, confiance réciproque et exigence. Cela nécessite la formalisation des quelques règles de vie commune permettant de définir précisément la répartition des rôles de chacun des partenaires (actionnaires financiers, managers…) et à en prévoir le juste respect. Si l'investisseur veillera à ne pas être trop intrusif et autoritaire pour imposer ses vues, le Management se doit de toujours accepter le dialogue et la contradiction, surtout s'il souhaite s'écarter de la trajectoire initialement déterminée dans le plan stratégique, et ce quelles qu'en soient les raisons ! Il s'agit indéniablement d'une ligne de crête requérant une grande vigilance des parties prenantes.

### L'enjeu :

Dans bon nombre de PME, le Management est souvent seul et isolé. Trop absorbé par les problèmes opérationnels du quotidien, il peut perdre imperceptiblement la hauteur de vue que nécessite une réflexion stratégique fixée sur le moyen long terme. Le LBO, parce qu'il induit une gouvernance ouverte, offre une opportunité de dialogue constructif entre le dirigeant et ses investisseurs en capital, partenaires auprès desquels il peut confronter ses idées, partager ses doutes… et qui pourront aussi l'inciter à se poser les bonnes questions au bon moment.

## EN PRATIQUE

La mise en place d'une gouvernance efficace et créatrice de valeur repose d'abord sur la définition d'un projet d'entreprise commun et partagé entre les associés. Il convient que ce plan soit décliné en un certain nombre d'objectifs factuels, quantifiables et cadencés dans le temps (le fameux « Business Plan » !). Bien sûr, cette feuille de route ne résistera pas aux aléas de la vie de l'entreprise… mais elle aura le mérite d'être le socle initial du contrat d'association. A ce titre, il conviendra que le préambule du pacte d'associés détaille largement la philosophie de l'opération de LBO, les objectifs respectifs des parties ainsi que le plan de développement de l'entreprise (le Business Plan pourra être annexé).

La gouvernance proprement dite repose à la fois sur des instances informelles définies ex ante et sur un modus vivendi, heureusement plus informel, l'ensemble formant un équilibre que les partenaires se doivent de trouver rapidement afin que leur relation soit fluide et efficace.

### Structure juridique

La SAS est sans contexte la forme juridique plébiscitée par les investisseurs dans le cadre d'un LBO. Elle offre en effet une souplesse statutaire permettant de coller au plus près aux attentes et aux contraintes des actionnaires financiers, ces derniers souhaitant trouver le juste équilibre entre un interventionnisme raisonnable (se traduisant souvent par une capacité de contrôle et différents droits de veto) d'une part et l'absence de risque d'être accusé de gestion de fait d'autre part. La forme duale, directoire / conseil de surveillance ou comité stratégique, est de ce point de vue parfaitement adaptée aux qualités, capacités et objectifs intrinsèquement différents des associés, notamment managers et investisseurs. La gouvernance pourra avantageusement être complétée par un comité d'audit et un comité des rémunérations (chargé de fixer l'évolution des émoluments et de l'intéressement du Management).

### Les grandes clauses du pacte d'actionnaires :

Compte tenu de l'importance de la transparence et de la qualité de la communication entre associés rappelée plus haut, le pacte d'associés prévoit régulièrement un **droit d'information** renforcé au bénéfice des actionnaires financiers, ces derniers, compte tenu de leur statut, n'ayant pas accès directement à celle-ci. Dans un souci d'efficacité (et de sérénité !), les parties au pacte veilleront à adapter ce droit d'information à ce que l'équipe comptable de l'entreprise est objectivement capable de produire, tant en qualité qu'en régularité. Ce peut être un chantier de progrès, pour lequel l'expérience de l'investisseur sera appréciable.

Une grande majorité des clauses du pacte d'associés traitent de la **liquidité des titres** de l'entreprise. Elles visent à prendre en compte trois données factuelles :

- Les parties se sont associées autour d'un projet commun qui les oblige les unes envers les autres : affectio societatis et intuitu personae ont une réalité objective. La liquidité de la participation de l'un des actionnaires est donc forcément liée à celles des autres. Les clauses de préemption, d'agrément ou de sortie conjointe visent justement à lier le destin de chacun des associés.

- L'impact de chaque associé sur la vie de l'entreprise n'est pas identique. L'investisseur financier pourra demander au dirigeant une clause d'inaliénabilité de ses actions sur une période à convenir (assortie ou non d'une clause de respiration sur une partie de ses titres).

- Les actionnaires financiers, au premier rang desquels les investisseurs pour compte de tiers (FPCI) auront besoin d'une fenêtre de liquidité à horizon 4 / 6 ans. Il convient que les associés abordent la question de la sortie des actionnaires sans tabou. Une clause de liquidité fixera les modalités de sortie du ou des actionnaires (type de cession, agenda, modalités).

### Le recours à un administrateur indépendant :

La nomination d'un administrateur non exécutif, issu ou non de l'industrie de l'entreprise mais susceptible d'être vecteur de valeur ajoutée (compte tenu de son expérience, de son réseau…) peut être un atout indéniable pour la gouvernance. Coopté d'un commun accord entre le dirigeant et les investisseurs, ce tiers pourra enrichir la réflexion d'un regard extérieur, expert et indépendant. Il pourra être médiateur entre les parties en cas de tensions ou de désaccords.

**Edouard Malandrin,** Associé chez MBO Partenaires, témoigne :

« Restreindre la réussite d'une opération de LBO aux seuls critères financiers serait une méconnaissance coupable de la réalité ! Les éléments financiers (Ebitda, multiples de valorisation, TRI…) sont sans conteste incontournables lorsqu'il s'agit d'illustrer les moteurs de la création de valeur pour les actionnaires. Ne parle-t-on pas d'ailleurs d'opération à effet de levier ? Mais une opération de LBO étant d'abord une histoire entrepreneuriale portée par une équipe managériale, et dans une moindre mesure, par les investisseurs en capital qui ont su lui faire confiance, la qualité de la gouvernance, parce qu'elle régit leur mode d'interaction, est une clé de la réussite de cette phase critique et enthousiasmante de la vie de l'entreprise. »

IDÉE EN TÊTE N°7

*Bien calibrer son montage*

7

## CONTEXTE ET VISION DU BANQUIER

Depuis 3 ans, le marché du LBO est porté par l'afflux de liquidités : la concurrence entre investisseurs (fonds ou industriels) pousse les niveaux de valorisation et le recours à l'effet de levier financier, à des niveaux historiques...

Ces financements LBO sont cependant, par nature, plus risqués que les financements d'actifs corporels car portés par une holding de rachat créée ad hoc et sans sûretés réelles. Ils ne créent pas intrinsèquement de la valeur pour la Cible rachetée qui sera contrainte de remonter des dividendes à la holding pour lui permettre de rembourser sa dette dite « Senior ». Les financements LBO s'accompagnent ainsi de process et contraintes spécifiques chez les banques pour qui la **pérennité de la Cible rachetée est l'objectif premier.**

## COMPRENDRE LE MONTAGE LBO

### a) Les cibles éligibles

Le financement LBO s'adresse en premier lieu à des entreprises aux **fondamentaux solides**, dont **l'activité est peu sensible aux cycles, avec une saisonnalité maîtrisée**, offrant une **bonne visibilité de rentabilité** et des **barrières à l'entrée sur son marché**.

### b) La structuration du financement

Afin de fédérer les banques et d'harmoniser leur intervention, un **pool bancaire** sera réuni et piloté par un **Arrangeur** (chef de file) qui structurera une proposition de financement validée par les Banques. Cette équipe sera liée par un contrat de crédit commun (généralement rédigé par un cabinet d'avocats piloté par l'Arrangeur) pendant toute la durée du financement, au sein de ce « Club Deal ».

**c)** Le contrat de crédits prévoira des **engagements annuels à respecter** par l'emprunteur sur les performances financières projetées (ex : ratios financiers) ou les moyens nécessaires pour les atteindre (enveloppe d'investissements, de financements, croissance externe envisagée,...).

### d) Les flux au closing

La synthèse financière des montages LBO se résume souvent ainsi :

Idéalement, Fonds Propres + quasi-fonds propres (généralement des obligations convertibles) représentent a minima **50% du montage**.

Le LBO peut être l'occasion de **refinancer les dettes de la Cible** afin de redonner de la maturité, aligner les échéances de dette et lever des sûretés anciennes qui grèveraient les actifs existants.

De même, les Financements Senior peuvent également prévoir une ouverture de crédit utilisable pour financer les **investissements ou les croissances externes** et une ligne de **financement du BFR**.

**EN PRATIQUE**

Le banquier intervient en bas de bilan et s'attache en premier lieu à la pérennité de la Cible rachetée et veillera à ce qu'elle ne soit pas asphyxiée, dans son exploitation courante et son développement, par une charge de la dette trop lourde, au seul bénéfice des actionnaires.

Ainsi, le tableau de lecture du banquier sera le suivant, dans l'ordre :

**a) Niveau de valorisation et levier au closing :** au-delà du standard VE (Valeur de l'Entreprise) > 8 x EBITDA (pour les midcaps), levier d'endettement net < 4 x l'EBITDA (pouvant être retraité de éléments non récurrents), le banquier sera plus attentif aux montages proposés.

**b) Apport en fonds propres et quasi fonds propres, et (ré)investissement des dirigeants :** 50% du montage, marqueur de l'implication des éléments moteurs du projet

**c) Cash flow historiques** et part appréhendée par la nouvelle dette Senior : 2/3 maximum avec possibilité de repousser une partie du remboursement de la dette senior « in fine » (si projet de croissance externe, CAPEX de développement importants au Business Plan)

**d) Financement du BFR et des investissements :** laisser de la marge de manœuvre pour financer le cycle d'exploitation et la croissance organique

**e) Moyens humains** pour mener le projet : sans femmes et hommes pour porter le projet, pas de projet ! Idéalement, les managers doivent être intéressés capitalistiquement au projet pour que toutes les énergies soient focalisées sur un but commun à atteindre

**f) Hypothèses du Business Plan :** réalistes, en cohérence par rapport aux performances historiques et documentées

FABIENNE MARTINI, Responsable Corporate Finance au LCL - Le Crédit Lyonnais témoigne :

« Il faut garder en tête que, pour le banquier, les performances passées préjugent des performances futures et que, par définition, le grande majorité des Business Plan n'est pas respectée ! Un BP ambitieux devra reposer sur des bases historiques solides et des hypothèses de développement clairement expliquées et documentées.

L'approche prudentielle prévaut pour la banque qui veillera à ce que la Cible conserve des marges de manoeuvre (capacité d'endettement complémentaire, trésorerie disponible, actifs cessibles…) pour encaisser les inévitables aléas que devra traverser l'entreprise.

Au sein du LBO, dirigeants, fonds et banques sont alors unis dans un même but : la création de valeur pour toutes les parties prenantes, la banque étant le tiers de confiance qui viendra rationaliser le montage et optimiser les charges financières pesant sur la Cible. »

# IDÉE EN TÊTE N°8

*Comment associer le management ?*

## COMPRENDRE

**Le management package permet d'intéresser le management à la sur-performance en l'associant au capital. L'objectif est de lui faire profiter d'une rétrocession de la super plus-value réalisée par l'investisseur, et ce, indépendamment du montant de sa part au capital.**

L'objectif est donc de garantir un réel alignement d'intérêt entre ces parties prenantes, à savoir :

• Une même ambition, qui doit impérativement être portée par un management motivé autour d'un nouveau challenge que représente le LBO : sa réussite est en effet conditionnée par la capacité du management (accompagné de l'investisseur) à créer de la valeur opérationnelle (croissance externe, conquête de marché, transformation du modèle économique, digitalisation…). L'incitation financière et l'engagement du management sont des gages d'atteinte de ces objectifs.

• Une prise de risques très incitative à la réussite du projet. Il est nécéssaire que les managers investissent un montant significatif à l'échelle de leur patrimoine.

Le management Package s'imposera d'autant plus que le management est faiblement associé au capital.

**La tendance actuelle montre que les investisseurs sont prêts à accorder des conditions de plus en plus favorables au management en cas de sur-performance du LBO**, ce qui tend à prouver la prise de conscience de l'importance d'un management très impliqué sur la stratégie et sur sa mise en œuvre.

**Le management package permettra, au travers de LBO successifs, d'opérer la relution du management, voire sa prise de contrôle, donc par conséquent d'assurer le pérennité de l'entreprise.**

## EN PRATIQUE

**Attention ! Le sujet du management package est complexe en ce qu'il conjugue des sujets financiers, juridiques, sociaux et fiscaux.** L'administration fiscale et sociale sera particulièrement vigilante pour s'assurer que le management package ne s'assimile pas à un complément de rémunération.

**Les outils d'incitation des managers reposent surtout sur des mécanismes d'accès au capital qui tiennent compte de la performance attendue par l'investisseur.** Au-delà de ce seuil, une partie de la plus-value est rétrocédée aux managers (Sweet equity, Rachet...)

**La mise en œuvre s'opère à travers une panoplie d'outils dont les OC, BSA, BSPCE, actions gratuites, stocks options...**

• Qui engendrent des traitements fiscaux spécifiques. Attention à bien intégrer ces aspects, sous peine par exemple de voir une requalification en salaire.

• Et qui peuvent pour certaines comporter des clauses de rachat, avec les problématiques d'évaluation qui leur sont associées.

8

ANTOINE BRAUD, Associé et Membre du Directoire chez Orfite, témoigne :

Le management package ne doit pas être considéré comme le cadeau offert au management vertueux qui a permis une sortie avec le meilleur TRI ! (au risque d'un retour de bâton fiscal).

Il est avant tout un outil de fidélisation et de motivation du management qui permet le juste partage de la création de valeur entre d'une part l'Investisseur, lequel porte majoritairement le risque financier (dette senior, capital ou semi-fonds propres) et d'autre part, l'équipe de management, laquelle a la responsabilité du projet entrepreneurial.

Le véritable facteur de succès d'une opération de LBO repose sur le projet d'entreprise. Le management package doit par conséquent inciter à sa mise en œuvre dans le cadre d'une stratégie de moyen-long terme. Il convient d'éviter l'écueil de l'adosser à des indicateurs de performance court -termiste.

Il doit être la contrepartie d'une prise de risque initiale, soumise à un aléa et doit être conditionné à la réalisation d'objectifs précis dans un calendrier compatible avec le déploiement du plan stratégique de l'entreprise. On devra veiller à la cohérence dans les degrés de prise de risques pris par chacun : quelques mois de salaires à un an pour un jeune manager sont certes souvent peu à l'échelle des ressources financières engagées dans un LBO, mais représentent un véritable investissement à titre personnel.

Enfin, le management package doit favoriser et privilégier l'alignement des intérêts, au risque de mettre en péril le projet d'entreprise. Utilisé à bon escient, c'est un mécanisme efficace pour faciliter la relution progressive du management au capital de l'entreprise. Il est ainsi un formidable levier à la transmission de nos PME/PMI. »

IDÉE EN TÊTE N°9

Vivre avec un LBO

ERIC THORD, Président du Groupe ST, spécialiste dans l'univers de la sécurité des biens, témoigne :

Eric Thord, vous connaissez bien les LBO, puisque vous en êtes à votre 3ème opération. Merci de vous prêter à ce retour d'expérience sur plus de 10 ans passés sous LBO.

**Pourquoi avoir opté, la 1ère fois, pour ce type de montage ?**

Il s'est tout simplement imposé à moi puisque c'était la seule façon de financer le rachat d'une entreprise (15 M€) en l'absence de fonds propres suffisants de ma part. La banque, classiquement, prêtait 50% de l'acquisition. Dans ce contexte, me tourner vers un investisseur était le recours le plus judicieux ; c'est un univers que je ne connaissais pas.

**Avez-vous trouvé facilement le bon investisseur ?**

Mon dossier bénéficiait (c'était avant la crise) d'une valorisation d'entreprise raisonnable, et d'un ratio dette nette/EBITDA un peu supérieur à 3, ce qui était un atout. Je suis allé à la rencontre de quelques investisseurs, intéressés par ma démarche. Le choix s'est finalisé, au-delà des chiffres, sur la qualité de la relation que nous pouvions pressentir l'un comme l'autre. C'est important de se sentir à l'aise et en confiance avec ses investisseurs. Les banques ont suivi, sur un montage équilibré privilégiant l'amortissement de la dette.

**Quelles sont les découvertes dans le démarrage de cette vie commune ?**

Classiquement, le reporting qu'il faut tout de suite mettre en place pour délivrer le consolidé mensuel attendu par le fonds. Et puis, le suivi des covenants, notamment en matière de dette nette/EBITDA et le ratio Cash Flow/ dette annuelle. Cela, pour le cadre. Pour le reste, c'est de tenir les objectifs de croissance ! Nous avons eu la chance que notre activité ne soit pas impactée par la crise post 2008. Donc, les résultats étaient là.

**L'histoire se termine assez vite ?**

Oui, au bout de 3 ans. Il faut préciser que le fonds est entré chez nous sur une phase de fin d'investissement pour lui. Il lui fallait assez vite retrouver des liquidités et comme nous avions par anticipation réalisé nos objectifs de croissance, nous étions « bankable » ! Nous avons, d'un commun accord, décidé de céder ; j'ai accompagné le repreneur comme convenu puis je suis parti. Cela met en évidence l'importance du facteur temps dans les LBO d'avant la crise : il y avait une sorte de course contre la montre qui s'opèrait. Elle était partagée par le management qui était intéressé au TRI avec un effet de relution. On a tendance à présent à privilégier des relutions basées sur des multiples plutôt que sur des TRI, ce qui laisse un peu plus de flexibilité dans le temps.

**Donc, vous êtes prêts à recommencer...**

L'histoire suivante ressemble plus à une opération de transmission puisque je rentre dans une société que le dirigeant envisage de céder dans les 2 ans. En effet, en 2012, l'opération se réalise : j'investis aux côtés d'un fonds. Cela se fait avec une valorisation dans les prix du marché, et un ratio dette nette/EBITDA de 3,5, avec une dette amortissable et une In Fine, cette fois-ci. Notre ambition partagée est alors de faire grossir cette PME de 10 à 30 millions d'euros de chiffre d'affaires. Notre objectif, c'est de faire du build up et de croître à l'export.

9

### Vous allez procéder à plusieurs acquisitions successives... quels financements ?

Nous avons pu racheter successivement une filiale aux USA -3 M€- puis une autre d'un montant de 13 M€. Ces opérations ont pu se faire parce que les banques et BPI France nous ont suivi et su faire preuve d'une grande réactivité. Dans les deux cas, elles se sont réparties pour moitié les engagements avec des remboursements différés de 2 ans pour BPI.

### Et le débouclage arrive assez vite, là encore ?

En 2017, nous avions remboursé la dette, de façon beaucoup plus rapide qu'imaginé au départ. Le fonds UI GESTION a alors naturellement passé le relai à Eurazeo pour un LBO secondaire.

### Depuis 2018, vous êtes sur de nouveaux challenges ?

Cette fois-ci, nous avons l'ambition de passer de PME à ETI, soit de 30 M€ de CA à 100 M€ de CA en 5 à 7 ans, en adossant la croissance pour moitié à de la croissance externe et pour l'autre moitié à de la croissance organique. Les acquisitions vont se dérouler dans un contexte de forte valorisation, il faudra donc trouver des financements différents. Nous devons privilégier des outils financiers par leur capacité de réactivité via des lignes flexibles (confirmées / non confirmées) et des niveaux de levier plus agressifs. Déjà, au bout d'un an, nous avons fait deux acquisitions.

### Sur quoi vous appuyez-vous dans cette forte croissance ?

Plusieurs facteurs sont en jeu, tous sont importants :

La gouvernance et les hommes : nous avons choisi de faire entrer au conseil de surveillance deux administrateurs indépendants avec des profils diamétralement différents. L'un est là pour sa grande connaissance de notre environnement et nous aidera par sa vision expérimentée. L'autre est choisi pour les raisons contraires : il vient d'un autre univers et devrait nous aider à casser le cadre, à nous challenger sur des produits nouveaux. Quant à l'équipe de direction, ce sont des personnes clés pour nous, qui doivent nous permettre d'anticiper la croissance attendue avec une organisation qui suit.

L'appui de l'investisseur : au-delà des chiffres, on attend de lui qu'il nous aide dans notre transformation, ce qui passe par la mise à disposition de compétences, par exemple en matière de RH, de SI, de sécurité informatique, de RSE… C'est un point essentiel. On se voit tous les mois, ils ont besoin de bien sentir l'activité et les tendances.

La relation avec les banques et leur capacité d'accompagnement : la confiance doit aussi être au rendez-vous-même si les points sont annuels. Ces banques gèrent par ailleurs nos flux. Quand se présente une opportunité d'acquisition, elles doivent être flexibles et rapides, ce qui demande de bien les choisir.

### Votre conclusion ?

La belle histoire que j'ai déroulée ne doit pas omettre de parler des trous d'air que chaque entreprise est susceptible de rencontrer. La vigilance doit être constante et le pilotage du cash flow et des convenants ne doit jamais être perdu de vue. De même que le fait d'en parler très vite avec le fonds. Oui, c'est une belle aventure qui ne peut se dérouler que sur un tableau de croissance. Elle a ses exigences, à commencer par celle de savoir porter une même vision entre toutes les parties prenantes : en interne, avec ses actionnaires et avec ses financiers.

# GLOSSAIRE

**BIMBO** (Buy In Management Buy Out) : Opération de rachat d'entreprise par endettement réalisée par les dirigeants de l'entreprise associé à des managers extérieurs.

**BSA** (Bons de Souscriptions par Actions) : Droit attaché à une action permettant de souscrire pendant une période déterminée et dans une proportion à une autre action à un prix fixé à l'avance (souvent le nominal).

**Build-up** : Opération d'acquisition d'une entreprise, réalisée par un effet de levier juridique, fiscal et financier.

**CAPEX** : Dépenses d'une société se rattachant à ses investissements matériels ou immatériels directement rattaché à l'exploitation.

**Carve out** (ou "détourage") : Opération de cession par une société ou un groupe de sociétés d'une branche d'activité non autonome pour des raisons le plus souvent financières ou stratégiques.

**Cash out / Cash In** : Le Cash out désigne le produit de cession qui est sorti de l'entreprise lors de la mise en place de l'opération, par opposition au cash in qui sont les sommes réinvesties dans l'opération d'acquisition.

**Clean down** : Obligation souscrite par l'emprunteur de ramener à zéro, à un moment donné et sur une période déterminée, les tirages effectués au titre d'un crédit revolving.

**Club deal** : Dans les opérations de financement bancaire, les club deals sont des petits groupes de banques historiquement proches de l'entreprise et qui se partagent entre elles la dette senior.

**Covenants** : Clauses de sauvegarde qui correspondent aux engagements de faire et de ne pas faire pris par l'emprunteur. Covenants Financiers : obligation de respecter les Ratios.

**Création de valeur** : Dans le domaine du Private equity, il s'agit le plus souvent de l'accroissement de valeur des fonds propres consécutif à l'opération de LBO.

**Crédit relais** : Mis en place en anticipation de remontées de dividendes.

**Cross default** : C'est une clause de sauvegarde qui prévoit que si l'entreprise fait défaut sur un crédit, l'ensemble des facilités devient exigible. Un seuil de déclenchement est généralement prévu.

**Dette senior** : Elle peut comporter plusieurs tranches (A et B) avec des maturités et des modes de remboursement différents :

- La tranche A est généralement amortissable sur 7 ans.
- La tranche B peut avoir une maturité de 8 ans et être remboursée in fine.
- La dette senior est, par définition, prioritaire sur les autres dettes d'acquisition du holding. Elle est généralement garantie par le nantissement des titres de la société d'exploitation acquise.

**Dette subordonnée junior / la mezzanine** : Rémunérée par la combinaison d'intérêts payés cash, d'intérêts capitalisés et d'une participation à la plus-value. Ces éléments assurent un taux de retour sur investissement (**TRI**) intermédiaire entre la dette senior et le capital. La maturité est de 8 à10 ans, avec un remboursement in fine. Le paiement de la mezzanine intervient après celui de la dette senior (subordination).

**Ebitda** : Désigne, l'excédent brut d'exploitation après retraitement des loyers de Crédits-Baux ("EBIT") diminué de la participation et à l'intéressement des salariés, majoré des dotations aux amortissements (y compris les dotations relatives aux Crédits-Baux) et des provisions d'exploitation nettes de reprises. (*abusivement appelé EBE*)

**Free Cash Flow** : Désigne l'Ebitda, diminué de l'impôt et de la participation des salariés, de la variation de BFR, des investissements et des dettes afférentes, et augmenté des nouvelles dettes financières mises en place pour le financement des nouveaux investissements, des produits de cession d'actifs, des apports en fonds propres.

**Gross-up clause** : Clause de majoration (neutralisation - au profit des prêteurs et à la charge de l'emprunteur - des incidences fiscales - notamment retenue à la source sur paiement d'intérêts pouvant survenir dans le cadre de la vie du contrat).

# GLOSSAIRE

**LBU** : Opération de financement d'une croissance externe avec effet de levier.

**Management Package** : Intéressement du management à la sur-performance financière de l'entreprise.

**Market disruption clause** : Clause de perturbation de marché ou clause d'assèchement du marché. C'est la faculté pour les banques de refuser une demande de tirage ou de renégocier la durée ou le taux d'intérêt du financement si les conditions du refinancement des prêteurs sur les marchés de capitaux leur sont défavorables).

**Market flexibility ou Market flex clause** : Clause permettant, au stade de l'offre de financement, à l'auteur de la prise ferme de rediscuter avec le bénéficiaire de l'offre de prêt en cas de survenance d'événements affectant le marché des capitaux.

**Material Adverse Change** : Evènement défavorable significatif : clause permettant aux prêteurs de mettre fin au contrat du fait de la survenance d'un évènement, non déterminé ni prévisible, mais dont ils estiment les conséquences graves pour l'emprunteur.

**MBI** (Management Buy In) : Rachat d'une entreprise par un management extérieur, financé avec recours partiel à l'endettement.

**MBO** (Management Buy Out) : Rachat d'une entreprise par le management financé avec recours partiel à l'endettement.

**Méthode des multiples** : Méthode de valorisation fondée sur un multiple d'un agrégat financier représentatif de la rentabilité, de la capitalisation ou de l'activité de l'entreprise. Ce multiple est le plus souvent déterminé selon une méthode analogique en se fondant sur des transactions relatives à des entreprises semblables ou sur des comparaisons boursières.

**OBO** (Owner Buy OUT) : L'actionnaire majoritaire cède une partie de son capital à un investisseur, en vue d'une réalisation partielle de son patrimoine.

**OC** (Obligations Convertibles) : C'est une obligation qui peut être transformée en action. L'exercice du droit de conversion est éventuellement utilisé pour diluer des managers qui ne seraient pas parvenus à réaliser les objectifs attendus.

**Rachet** : Clauses permettant de rééquilibrer les positions capitalistiques des parties prenantes selon les résultats financiers de l'opération.

**Revolving** : Crédit confirmé consenti pour une durée précise, qui se régénère au gré des remboursements.

**Spin off** : Opération de cession par une société ou un groupe de sociétés d'une branche d'activité autonome pour des raisons le plus souvent financières ou stratégiques.

**Sweet equity** : Mode d'intéressement des managers dans le cadre d'un Management Package leur permettant de bénéficier d'une position capitalistique réelle supérieure à leur position nominale en raison de l'émission d'obligations convertibles.

**Syndication** : Entrée en participation d'autres banques dans l'opération arrangée, selon une procédure et un formalisme très ouverts.

**Termsheet « Principaux Termes et Conditions »** : Document contractuel signé par le client qui reprend l'ensemble des conditions négociées (montant, durée, objet, taux, garanties, engagements de faire / de ne pas faire, covenants…)

**VDD** (Vendor Due Diligence) : Audit réalisé par des tiers indépendants (services spécialisés des cabinets comptables, avocats, cabinets de stratégie…) à la demande des actionnaires d'une entreprise qui envisagent sa cession pour être mis à disposition des acquéreurs potentiels.

**Waiver** : Demande d'exemption présentée par l'emprunteur au syndicat bancaire afin qu'une clause du contrat ne trouve pas application (ex.: autoriser l'emprunteur à procéder à une opération normalement prohibée). Cela peut conduire à une renégociation contractuelle si l'exemption devient définitive.

## CATALYSEUR DU DYNAMISME D'AUVERGNE-RHÔNE-ALPES AUTOUR DU FINANCEMENT

Forte des compétences associées de ses 1 500 membres issus de 300 structures adhérentes, Lyon Place Financière et Tertiaire **mobilise** nombre d'acteurs de la place financière régionale.

L'association **ouvre le débat** entre professionnels qui apprécient de réfléchir sur leurs pratiques, leur environnement, l'accompagnement des entreprises, les outils de financement… Ce faisant, elle **crée le lien** avec le monde économique en mettant à la disposition de tous ses éclairages et sa vision. Elle **promeut** ainsi l'écosystème au service de la stratégie financière des entreprises.

### A noter, parmi les publications 2018/2019 :

- L'annuaire 2018 de la communauté financière et tertiaire Auvergne-Rhône-Alpes
- Auvergne-Rhône-Alpes Key Figures 2018
- 10 idées en tête pour ouvrir son management - L'économie Circulaire des Cerveaux
- 10 cas pratiques pour bien gérer son poste clients (à venir)
- 10 idées reçues sur les accélérateurs / incubateurs (à venir)

## NOS COMMISSIONS DE TRAVAIL

### - Outils de financement

***Animé par Guirec Penhoat***

Décrypter des solutions classiques ou alternatives pour la gestion du poste clients.

### - Nouveaux fonds en région

***Animé par Jean-Pierre Lac avec Jean-Pascal Brivady et Didier Bruno***

Une réflexion autour de nouvelles approches de l'offre de financements en région, en fonds propres ou par la dette.

### - Risques émergents

***Animé par Stéphanie Piacentino, Yves Raisin et Eric Walschots***

Comment cartographier, prévenir et couvrir les risques digitaux ?

### - Accélérateurs / incubateurs

***Animé par Gilles Assolant et Vincent Bredoux***

Comprendre les modèles d'accompagnement des start-up et faciliter la relation avec la place financière.

### - Finance responsable

***Animé par Jacques Henri Bouscayrol et Denis Rodarie***

Donner des clés aux entreprises et investisseurs face à l'enjeu de leur stratégie RSE.

### - Centres de Services Partagés

***Animé par Xavier Lancksweirt, Norbert Manuel et Carmen Raynal***

Echanges de bonnes pratiques et veille technologique.

# NOTES

Un document à l'initiative de LYON PLACE FINANCIÈRE ET TERTIAIRE
Avec les contributions de :

Marc-André AUDISIO
Associé
EY

Bertrand MANET
Associé Gérant
Degroof Petercam Investment Banking

Eddy BLOY
Vice-Président
A3E

Fabienne MARTINI
Responsable Corporate Finance
LCL- Le Crédit Lyonnais

Antoine BRAUD
Associé - Membre du Directoire
Orfite

Charles-Yves RIVIERE
Associé
Akilys Avocats

Bertrand GHEZ
Directeur Executif
CM-CIC Investissement

Christophe VELUT
Directeur Général - Orfis
Président - A3E

Edouard MALANDRIN
Directeur Général
MBO Partenaires

Eric THORD
Président
Groupe ST

**Lyon Place Financière et Tertiaire**
Palais du Commerce – Place de la Bourse – 69002 Lyon
Tél. : 04 78 37 62 30 – Fax : 04 72 41 74 64
lpft@lyon-finance.org – www.lyon-finance.org
@lpft_officiel lyon-place-financiere-et-tertiaire

Scannez le QR Code et retrouvez notre actualité, l'agenda et d'autres publications !

Version mars 2019